

La Grande-Bretagne doit-elle rejoindre le SME ?

Bill Robinson
Giles Keating *

A cette question souvent posée, les auteurs de cet article répondent aujourd'hui par l'affirmative et retracent le cheminement par lequel les autorités britanniques en viennent maintenant à envisager plus favorablement la participation de la livre au mécanisme de change du SME. Ils fixent néanmoins les conditions auxquelles cette adhésion devrait se faire, qui tiennent compte des particularités de la livre, seule monnaie européenne avec le mark à jouer le rôle de devise internationale, auquel s'ajoute son statut de pétrodevise. Mais une fois ces précautions prises, l'expérience prouve que le SME atténue les phénomènes de distorsion et de volatilité des taux de change et qu'il incite les pays membres à plus de discipline dans la lutte contre l'inflation.

Soudain, le temps semble être venu de s'intéresser au système monétaire européen. Dernièrement le chancelier de l'échiquier, M. Nigel Lawson, ainsi que son prédécesseur (à présent ministre des Affaires étrangères), Sir Geoffrey Howe, se sont tous deux prononcés en faveur de l'adhésion de la Grande-Bretagne au SME. Mais le flirt prolongé des Britanniques avec le système monétaire européen¹ — comme

* Bill Robinson est directeur de recherche à la London Business School et rédacteur en chef de *Economic outlook*; Giles Keating est économiste à la London Business School et rédacteur en chef de *Financial outlook*.

1. Techniquement la Grande-Bretagne est déjà membre du SME et le présent article s'interroge sur le fait de savoir si elle doit participer au mécanisme de change.

la cour faite à Elizabeth I par divers monarques européens — se conclura par un mariage seulement lorsque la souveraine elle-même sera convaincue que « l'heure est venue ».

Aussi longtemps que la masse monétaire constituait la pierre angulaire de la stratégie de lutte contre l'inflation, il était toujours possible d'ignorer les objectifs de taux de change comme étant soit inutiles (si conformes aux objectifs monétaires) soit préjudiciables (si contraires). Cette position rigoureuse sur le plan intellectuel s'est progressivement dégradée à mesure que les autorités ont cessé de se reposer sur un objectif monétaire unique pour prendre en compte un éventail d'indicateurs concernant la situation monétaire, *y compris le taux de change*. L'importance de ce changement est devenue manifeste lorsque, à la suite de la crise de la livre au début de 1985, le chancelier a déclaré dans son Discours du Budget qu'il « fallait prendre en considération le taux de change pour apprécier la situation monétaire ». Il l'expliquait par le fait que « des fluctuations importantes du taux de change, quelle qu'en soit la cause, peuvent avoir un impact à court terme sur le niveau général des prix et sur les anticipations inflationnistes ».

Une fois admis que le taux de change constitue un objectif intermédiaire important de la politique économique, l'objection intellectuelle que soulève l'adhésion au système de change qui serait susceptible de contrarier les objectifs supérieurs de la politique monétaire tombe d'elle-même. Si les fluctuations des taux de change ont des incidences sur l'inflation, pourquoi ne pas se lier au taux d'inflation allemand en déterminant notre taux de change par rapport au mark ? Le récent Discours du Budget a confirmé l'importance réduite accordée aux objectifs monétaires larges et souligné le rôle joué actuellement par les taux d'intérêt à court terme élevés comme instrument de lutte contre l'inflation. Les marchés croient déjà qu'actuellement les autorités ne laissent les taux d'intérêt baisser que dans la mesure compatible avec le maintien d'une livre forte. Il n'y a qu'un pas à franchir entre cette position et l'utilisation des taux d'intérêt à court terme pour atteindre un objectif de change explicite.

Dans le récent discours prononcé devant l'association Lombard, le chancelier est allé jusqu'à admettre qu'« (...) à moyen terme, maintenir un taux de change fixe vis-à-vis des pays qui partagent notre détermination à réduire l'inflation est un moyen extrêmement efficace de poursuivre nos objectifs nationaux en matière de politique monétaire. Mais je ne vois pas l'utilité d'un objectif de change hors d'un système de change formel, partagé par d'autres pays et soutenu par une approche coordonnée de la gestion et des interventions économiques, et cela signifie pour la Grande-Bretagne hors du mécanisme de change du SME ».

Et de poursuivre : « Il est utile de limiter les fluctuations importantes des taux de change, en particulier vis-à-vis de nos concurrents européens. Par ailleurs un taux de change stable impose une discipline stricte aux coûts industriels : comme je n'ai cessé de le répéter, les entreprises qui ne parviennent pas à contenir leurs propres coûts ne peuvent espérer d'aide d'une baisse du taux de change. »

Les arguments en faveur du SME

Les précédents extraits des discours du chancelier contiennent l'essentiel des arguments en faveur du SME : il réduit les incertitudes et assure la discipline. Une certaine forme de discipline est indispensable pour empêcher la résurgence de l'inflation. Aux termes des accords de Bretton Woods cette discipline était assurée par le taux de change fixe qui liait les économies occidentales au dollar américain et donc à la politique de lutte contre l'inflation mise en œuvre par les Etats-Unis dans les années 1950 et 1960. Depuis l'abandon du système de Bretton Woods (en partie parce que les Etats-Unis ont renoncé à lutter contre l'inflation) les Gouvernements des pays membres de l'OCDE se sont battus avec plus ou moins de bonheur contre l'inflation qui allait s'aggravant, en recourant à la politique des revenus, aux objectifs monétaires ou aux objectifs de taux de change.

En Grande-Bretagne, l'expérience des taux de change flottants montre que les politiques des revenus ne sont efficaces — dans la mesure où elles le sont — que sur des périodes relativement courtes et que la réalisation d'objectifs monétaires présente des difficultés importantes sur le plan technique compte tenu de l'internationalisation actuelle des marchés financiers et des produits nouveaux lancés par la communauté financière. Etant donné que la fixation d'objectifs monétaires est aussi associée dans l'esprit d'un grand nombre de personnes à la pénible récession de 1980-1981, beaucoup sont prêts à croire que les objectifs de change demeurent l'ultime moyen efficace pour mener à bien la désinflation sans douleur.

On peut exiger raisonnablement de toute proposition de changement de politique qu'elle soit à même de procurer tous les avantages de la politique en vigueur plus des bénéfices supplémentaires. Les défenseurs du SME affirment qu'il sera aussi efficace contre l'inflation que la stratégie actuelle et qu'il procurera l'avantage supplémentaire d'un taux de change plus stable. Il est significatif de noter à cet égard que la participation au SME est défendue en grande partie par les industriels qui cherchent à réduire les risques liés aux échanges internationaux. La plupart de ceux qui font le commerce des marchandises seraient favorables au retour à un système de taux de change fixes. Etant donné que cela n'est pas à l'ordre du jour, la participation au SME qui assure la stabilité des taux de change avec un groupe de pays représentant la moitié des échanges britanniques, est envisagée comme une solution de rechange.

Lorsque le Gouvernement travailliste a décidé de ne pas adhérer au SME en 1978, les arguments qui ont prévalu alors étaient les suivants :

— le SME, comme le mécanisme du « serpent » qui l'a précédé, ne durerait pas; le Gouvernement n'a pas voulu prendre part de nouveau à une politique vouée à l'échec;

— la participation pleine et entière au SME restreindrait l'autonomie de la politique nationale et exposerait la Grande-Bretagne au risque familial d'un taux de change non compétitif;

— la livre sterling, en tant que devise de réserve relativement importante, est très vulnérable aux flux de capitaux; cette vulnérabilité est renforcée par la sophistication des marchés financiers de Londres; eu égard à cela, les facilités de crédit offertes à la Grande-Bretagne se révéleraient inadéquates;

— le SME n'entraînerait pas de lui-même la convergence des résultats économiques; seule la convergence des politiques assurerait une véritable convergence des résultats.

L'expérience des sept dernières années a affaibli la plupart de ces arguments. Le SME s'est révélé durable. Les pays à forte inflation ont été à même d'ajuster leurs taux de change de manière ordonnée et ceux-ci n'ont pas pâti d'un manque de compétitivité chronique (graphiques 1 et 2); on a observé une convergence tant de la politique que des résultats économiques des pays membres du SME.

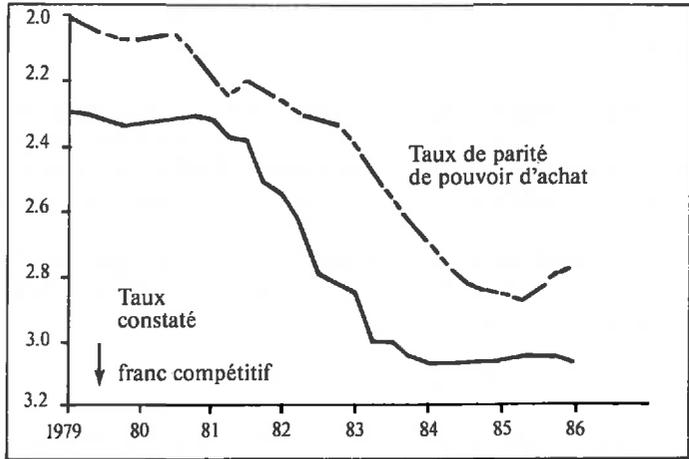
Pendant l'expérience des sept dernières années n'apporte pas d'objection convaincante au troisième argument mentionné précédemment : le SME s'est montré efficace pour la France et l'Italie parce que ces deux pays, bien que de taille comparable à la Grande-Bretagne, ont des marchés financiers beaucoup plus restreints, soumis à des contrôles de change rigoureux. L'aptitude des investisseurs internationaux dans le monde entier à investir et à retirer leurs capitaux d'avoirs libellés en sterling soumettrait le SME à des tensions inconnues jusqu'alors. Quiconque soutient la participation de la Grande-Bretagne au système se doit par conséquent d'apporter une solution convaincante à ce problème.

La convergence des politiques

Une solution serait pour les autorités britanniques d'agir de manière à se bâtir une réputation de gestionnaires rigoureux comparable à celle de la Bundesbank. Si la Grande-Bretagne enregistrait les mêmes résultats que la RFA dans le domaine de l'inflation, des taux d'intérêt identiques et un long passé de stabilité de la livre vis-à-vis du mark, les investisseurs internationaux adopteraient une attitude identique envers les avoirs libellés en ces deux devises. C'est approximativement ce à quoi les autorités hollandaises sont parvenues et le florin maintient sa parité avec le mark sans l'aide d'un contrôle des changes. Ce genre de réputation ne se bâtit pas du jour au lendemain, mais la participation de la Grande-Bretagne au SME serait une manière de faire naître la confiance. Aussi longtemps que persistera le doute — sur les intentions des autorités ou les résultats à long terme de la

GRAPHIQUE 1

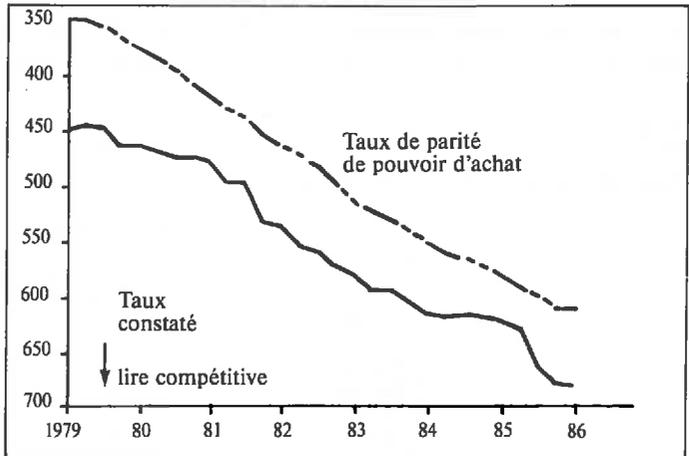
Taux de change du franc contre le mark.



Source : Banque de données de la London Business School.

GRAPHIQUE 2

Taux de change de la lire contre le mark.



Source : Banque de données de la London Business School.

Grande-Bretagne sur le front de l'inflation — les taux d'intérêt de la livre devront rester supérieurs aux taux allemands. Mais une fois la crédibilité établie, la surprime disparaîtrait. L'adoption de cette stratégie se traduirait principalement par le fait que la Grande-Bretagne ne serait plus en mesure de poursuivre une politique monétaire indépendante. La politique monétaire viserait dans l'immédiat à atteindre l'objectif de change lié à la participation au SME, tel que le précise le *Rapport économique annuel* de la Communauté européenne :

« Ces dernières années, un consensus s'est dégagé au niveau communautaire sur le rôle de la politique monétaire qui n'a jamais été aussi clairement défini depuis 1970. Il est généralement admis aujourd'hui qu'elle est destinée essentiellement à assurer la stabilité externe et interne des devises de la Communauté ».

Si dorénavant la politique monétaire britannique doit être ouvertement tournée vers le maintien de la livre au sein du SME, deux questions importantes d'ordre pratique se posent :

— Quel doit être l'objectif de change ?

— Quelles sont les politiques monétaires adaptées à cet objectif et comment se situeraient-elles vis-à-vis des objectifs existants de la stratégie financière à moyen terme ?

La première question vient de ce que les taux pivots du SME, bien que fixes en principe, font dans la réalité l'objet de réajustements assez fréquents. Le tableau 1 montre leur évolution depuis la création du SME. La Grande-Bretagne devrait-elle suivre l'exemple des Pays-Bas, de l'Italie ou choisir une voie médiane ? L'exemple hollandais — un taux de change réellement fixe vis-à-vis du mark — supposerait un taux d'inflation britannique proche de celui de la RFA. Il ne contrarierait également pas la stratégie financière à moyen terme ni l'objectif des autorités qui veulent ramener le taux d'inflation à 3 % durant cette législature (pour finir par la supprimer totalement si les Allemands visent cet objectif final).

TABLEAU 1

Taux de change vis-à-vis du mark.

	Taux pivots du SME	
	Mars 1979	Avril 1986
France	2,31	3,26
Italie	457	699
Pays-Bas	1,08	1,13
Belgique	15,7	20,4
Danemark	2,82	3,90
Irlande	0,264	0,333

Source : Banque de données de la London Business School.

L'orthodoxie traditionnelle affirme depuis longtemps la nécessité, lors de l'adhésion à une union monétaire à laquelle participe un pays où l'inflation est sensiblement plus faible, d'appliquer d'emblée un taux qui assure un avantage compétitif initial. Au sein de l'union, les taux d'inflation convergent, mais pas de façon immédiate. Avant que l'alignement des taux ne soit réalisé, les pays à forte inflation perdent de la compétitivité et la marge initiale est destinée à compenser ce phénomène sans que ces pays supportent un handicap permanent.

Un examen de l'évolution du taux de change de la livre par rapport au mark depuis la création du SME semble confirmer la validité de cette théorie traditionnelle. Lors de la création du SME, le taux d'inflation de la Grande-Bretagne (prix à la production) s'établissait à 8,7 % par rapport aux 2,7 % enregistrés en RFA. Cet écart s'est creusé après le second choc pétrolier et, même s'il s'est considérablement réduit par la suite, la perte de compétitivité cumulée sur la période a frôlé les 30 % ainsi que le montre le tableau 2. Il en résulte que l'avantage compétitif de 16 % dont jouissait la Grande-Bretagne en 1979 s'est rétréci à 2 % seulement, malgré une dépréciation de 10 % ainsi qu'il apparaît sur le graphique 3. Le tableau 2 montre que tous les pays membres, à l'exception de la Belgique, ont vu leur compétitivité se dégrader vis-à-vis de la RFA depuis la création du SME.

Cependant on s'aperçoit, en y réfléchissant un instant, qu'il n'y a aucun intérêt à adhérer au SME avec un avantage compétitif important si l'un des objectifs de cette adhésion est d'assurer la discipline nécessaire à la réduction de l'inflation.

TABLEAU 2

Résultats par rapport à la RFA depuis la création du SME.

Variations en %

	Masse monétaire a	Taux de change b	Prix à la production c	Taux de change réel d
Pays-Bas	5,8 (M2)	4,4	8,6	4,0
Belgique	10,9 (M2)	29,4	1,9	-21,3
France	29,5 (M2)	33,7	37,7	3,0
Danemark	48,6 (M2)	30,9	21,4	3,0
Irlande	70,7 (M3)	25,6	37,1	9,2
Italie	91,9 (M3)	49,1	73,7	16,5
Grande-Bretagne	51,6 (£M3) 0,0 (MO) e	10,6	29,5	17,1

a. Estimations de la commission 1978-1985 par rapport à l'agrégat M3 allemand.

b. Devise locale par mark. Des signes positifs indiquent une dépréciation certaine par rapport au mark sur la base des taux pivots du SME en mars 1979 et avril 1986.

c. Sur la base des données de l'OCDE pour le 1^{er} trimestre 1979 et des estimations LBS pour le 1^{er} trimestre 1986.

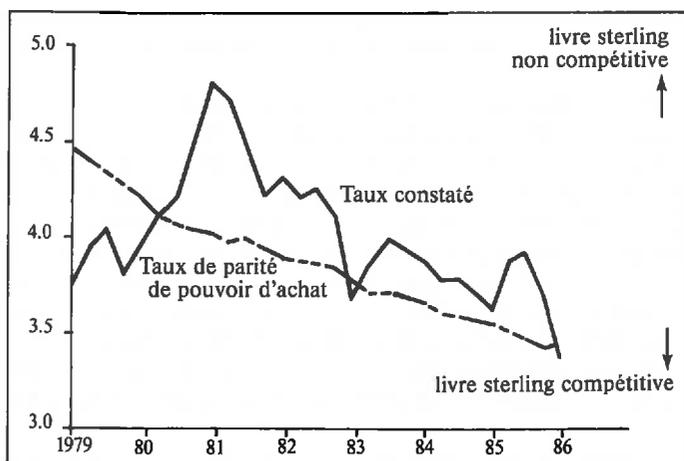
d. Des signes positifs indiquent une perte de compétitivité.

e. Par rapport au stock monétaire de la Banque centrale du 1^{er} trimestre 1979 au 4^e trimestre 1985.

Source : Banque de données de la London Business School.

GRAPHIQUE 3

Taux de change du mark contre la livre.



Source : Banque de données de la London Business School.

Car, dans ce cas, qu'est-ce qui inciterait les exportateurs britanniques à refuser des augmentations de salaire inflationnistes ? Ce n'est que lorsque les entreprises sont confrontées à un handicap de compétitivité réel ou imminent que la discipline du SME commence à opérer.

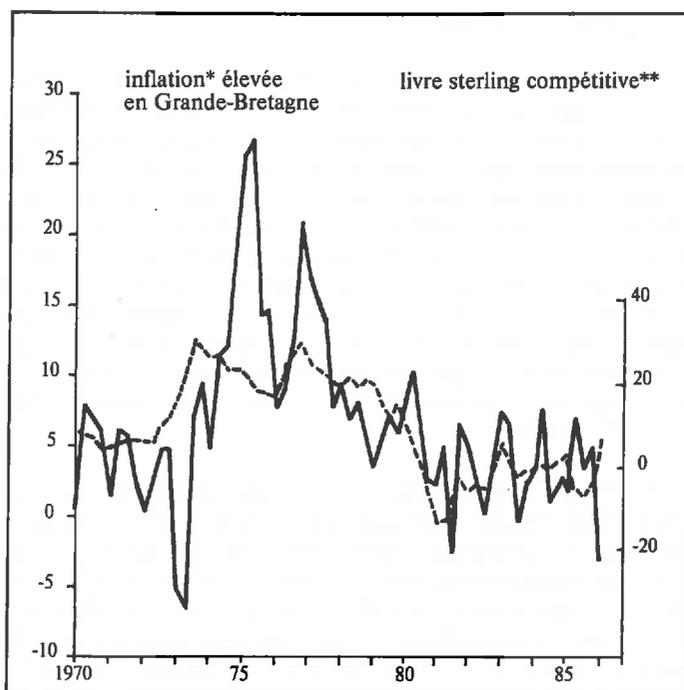
Cette banale observation est confirmée par le graphique 4 et les résultats de l'analyse de régression dont nous rendons compte ci-après. Les deux montrent que la Grande-Bretagne est parvenue à réduire le plus efficacement son inflation vis-à-vis de la RFA lorsque son handicap de compétitivité était le plus lourd (et inversement que l'inflation était à son rythme le plus élevé lorsque la position compétitive britannique était la plus forte).

Ce résultat est solide étant donné qu'une inflation élevée entraîne en soi une dégradation de la compétitivité. Si ce mécanisme était le seul en jeu, on s'attendrait à trouver justement la corrélation contraire, c'est-à-dire une inflation élevée associée à un taux de change non compétitif. Le graphique 4 et l'analyse de régression qui l'accompagne prouvent donc de façon convaincante l'affirmation selon laquelle les autorités peuvent, par leurs politiques de change, influencer de manière décisive sur le taux d'inflation.

Ces résultats confirment l'un des points de cet article, à savoir qu'il n'existe pas de politique indolore de lutte contre l'inflation. Si la Grande-Bretagne cherchait

GRAPHIQUE 4

La Grande-Bretagne par rapport à la RFA.



* Différentiel d'inflation (taux trimestriels annualisés en pourcentage sur l'échelle de gauche)

** Compétitivité bilatérale (pourcentage d'écart par rapport à la parité de pouvoir d'achat des prix à la production)

Différentiel d'inflation = $(4,77) + (0,276)$ compétitivité bilatérale

$$R^2 = 0,29$$

$$DW = 0,74$$

Source : Banque de données de la London Business School.

à intégrer le SME sans peine, grâce à un taux de change compétitif, elle perdrait simplement une large part des bénéfices en matière de lutte contre l'inflation.

Ce serait toutefois une erreur d'en tirer la conclusion que les autorités ont simplement à annoncer leur adhésion prochaine au mécanisme de change. Le tableau 2 montre que le SME ne remplace pas la discipline budgétaire et monétaire. Il indique les résultats enregistrés par les pays membres vis-à-vis de la RFA, en matière de croissance monétaire, de taux de change et d'inflation. Bien que la corrélation ne soit pas parfaite, on observe nettement dans le tableau 2 que les pays qui ont le moins réussi à suivre le taux de croissance monétaire de la RFA sont également ceux qui ont été le moins efficaces pour s'aligner sur son taux d'inflation

et pour maintenir leur taux croisé envers le mark dans les limites originales du SME. Le SME fournit un cadre dans lequel mettre en œuvre la discipline budgétaire et monétaire; il ne la remplace pas. Ce que les pays membres obtiennent du SME en termes de convergence des taux d'inflation et de stabilité des taux de change est dans une grande mesure proportionnel à ce qu'ils y ont investi en terme de rigueur monétaire et budgétaire.

Revenons à présent aux questions par lesquelles nous avons commencé cette section : quel devrait être l'objectif de change de la Grande-Bretagne au sein du SME et quelles sont les politiques monétaires adaptées à ces objectifs ? Si les autorités souhaitent sérieusement réduire encore plus l'inflation, il existe d'excellentes raisons pour intégrer le SME au taux d'environ 3,40. Ce taux est légèrement inférieur au taux de parité de pouvoir d'achat basé sur l'étude internationale des prix des biens commercialisables menée en 1975 par les Nations unies et réactualisée à ce jour en utilisant les indices des prix à la production de l'OCDE. A ce taux, les producteurs britanniques seraient fortement incités à repousser les hausses salariales inflationnistes puisque la marge de compétitivité serait faible. L'histoire montre que c'est seulement en soumettant les producteurs britanniques à ce type de pression qu'il est possible de réduire l'inflation des salaires en Grande-Bretagne.

En ce qui concerne les objectifs monétaires, le tableau 2 confirme à nouveau, s'il en était besoin, que l'agrégat « Sterling M3 » (qui est l'indicateur préféré des autorités britanniques depuis 1977) ne constitue pas un guide fiable pour la politique économique, hors du SME ou à l'intérieur. Il a enregistré une croissance de 50 % supérieure à celle de la masse monétaire allemande depuis la création du SME, qui n'a cependant pas entraîné une augmentation de 50 % des prix relatifs ou une réduction de 50 % du taux de change comme l'annonceraient certaines théories élémentaires. Le comportement capricieux de l'agrégat £ M3 a conduit les autorités britanniques à lui accorder une moindre importance : dans le dernier budget, son évolution est fixée pour un an seulement au lieu des 4-5 ans habituels, la fourchette de fluctuation a été élargie et sa limite inférieure relevée.

MO, l'indicateur monétaire au sens étroit actuellement prisé des autorités britanniques a, au contraire, suivi quasi rigoureusement l'évolution du stock monétaire de la Banque centrale de la RFA depuis que le SME a été créé, ainsi qu'il apparaît au tableau 2. Et c'est peut-être une des raisons qui explique la relative vigueur de la parité mark/livre durant cette période.

Si l'expérience des années 1979-1986 constitue une indication fiable pour l'avenir, les autorités britanniques devraient donc pouvoir maintenir la livre au sein du SME en s'en tenant à ses objectifs MO existants. L'actuelle fourchette de fluctuation de MO (2 %-6 %) recouvre celle de l'indicateur allemand équivalent, le stock monétaire de la Banque centrale (3 %-5 %) et tous deux ont dernièrement enregistré une progression d'environ 4-4,5 %. Ceci semblerait indiquer qu'il serait inutile de modifier les objectifs de la stratégie financière à moyen terme concernant MO, tout en visant la moitié inférieure de la fourchette de fluctuation existante.

Cette affirmation ne tient cependant pas compte des disparités importantes des vitesses de circulation des monnaies. Le stock monétaire de la Banque centrale allemande a progressé à un rythme annuel d'environ 0,5 % plus rapide que le PNB nominal au cours des vingt-cinq dernières années, tandis que l'agrégat britannique MO a enregistré une croissance de 4 % plus lente. Ces tendances ont convergé dans une certaine mesure au cours des années quatre-vingt, mais cette expérience récente même signifierait que, pour un objectif de croissance identique du PNB nominal, l'objectif britannique MO devrait s'établir à environ 3 % de moins que l'objectif fixé au stock monétaire de la Banque centrale allemande. Cette affirmation est corroborée par le fait que, depuis la création du SME, l'inflation des prix à la production en Grande-Bretagne a dépassé de 3,5 % le niveau de l'inflation en RFA malgré une croissance comparable de la masse monétaire au sens étroit.

Par conséquent, si les autorités décident d'adhérer au mécanisme de change, il serait prudent de resserrer les objectifs MO de sorte que le centre de la fourchette de fluctuation soit de 3 % inférieur au centre de la fourchette de fluctuation du stock monétaire de la Banque centrale allemande. Cette mesure irait dans le sens d'un alignement du taux d'inflation britannique sur le taux allemand et du maintien de la parité envers le mark à l'exemple des Hollandais. La participation au SME en ces termes ambitieux devrait permettre de rassurer les marchés financiers sur la détermination des autorités britanniques à lutter contre l'inflation après l'abandon de l'objectif £ M3 à moyen terme.

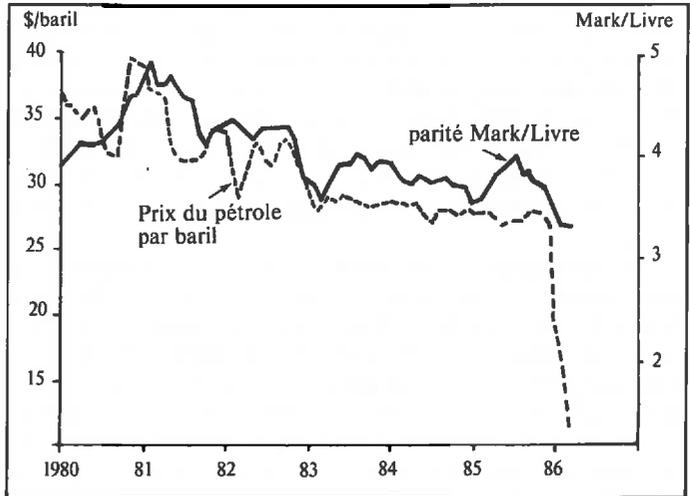
Le SME et le pétrole

Ces arguments seraient probants à l'exception des difficultés dont nous avons discuté brièvement dans la section précédente. La livre sterling est une devise internationale et les flux de capitaux — non limités par des contrôles de change — qu'elle génère sont très supérieurs en volume à ceux qui portent sur toute autre monnaie du SME, à l'exclusion du mark lui-même. Si la livre participait au SME, ce serait une tentative de lier deux devises internationales flottant librement sur des marchés financiers libres. Les problèmes que cela pose sont aggravés par le statut de pétrodevise de la livre. En cas de renchérissement des prix du pétrole, les capitaux internationaux tendent à se diriger des pays consommateurs de pétrole (par exemple la RFA) vers les pays producteurs (par exemple la Grande-Bretagne) et vice versa. Dans ces circonstances, comment un taux de change fixe entre la Grande-Bretagne et la RFA pourrait-il survivre aux fluctuations du prix du pétrole ?

Le problème est grave bien que, comme il apparaît sur le graphique 5, la dernière baisse du prix du pétrole montre que la parité mark/livre n'est pas aussi étroitement liée au prix du pétrole qu'on le supposait auparavant. On pourrait y remédier en fixant dans les conditions d'adhésion une clause prévoyant une évolution du taux pivot mark/livre dans l'éventualité d'une fluctuation du prix du

GRAPHIQUE 5

Le taux de change et le prix du pétrole.



Source : Banque de données de la London Business School.

pétrole. Les perturbations monétaires provoquées par le marché pétrolier pourraient ainsi être maîtrisées dans le cadre du SME plutôt que d'en menacer le fonctionnement.

Une solution plus élégante consisterait cependant à éliminer la cause profonde de ces perturbations. La Grande-Bretagne possède un bien — les gisements pétroliers de la mer du Nord — dont la valeur fluctue directement avec le prix du pétrole. Le fait que le prix du pétrole a baissé pour atteindre moins de la moitié de son cours de 1985 réduit déjà l'éventualité de perturbations provoquées par les fluctuations futures du prix du pétrole. Si, en outre, la propriété des revenus produits par ce bien (qui représentent à présent 3 % du PIB britannique) était partagée entre les autres pays du SME, il serait possible de limiter encore les conséquences sur le taux de change des fluctuations de la valeur de ces revenus.

Le partage du pétrole britannique ne prendrait bien entendu pas la forme d'un cadeau aux partenaires de la Grande-Bretagne au sein du SME mais d'une vente aux cours du marché. Cette mesure pourrait en effet constituer une nouvelle étape du programme de vente d'actifs publics, étant donné que la composante la plus importante du patrimoine de la mer du Nord est la source des revenus futurs que les autorités tireront des taxes et des redevances. Cet élément serait capitalisé puis vendu. Comparé aux précédentes ventes d'actifs, cette mesure différerait en ce que les produits de la vente serviraient à acquérir de nouveaux biens plutôt qu'à

financer les dépenses courantes. Ce serait comme si l'entreprise UK Ltd, possédant trop d'actions pétrolières dans son portefeuille, décidait de les céder et d'investir le produit de la vente en obligations allemandes. Les acquéreurs seraient les autres membres du SME qui possèdent peu d'actions pétrolières dans leur portefeuille. En vendant ses actions dans le pétrole contre des obligations d'autres Gouvernements européens ou d'autres avoirs, la Grande-Bretagne pourrait réduire ses risques pétroliers à la moyenne des membres du SME. Ainsi le fléchissement du prix du pétrole ne provoquerait pas de ruée pour vendre les livres sterling et pour acheter d'autres devises européennes.

Nous avons utilisé le modèle économétrique de la « London Business School » LBS pour illustrer la façon dont ce schéma pourrait fonctionner dans la réalité. Nous avons examiné les incidences qu'aurait, aux termes des arrangements en vigueur, une nouvelle baisse du prix du pétrole (de 15 à 10 dollars par baril) et également étudié les conséquences qu'entraînerait le fait de compenser environ la moitié des revenus pétroliers, tel que nous l'avons décrit précédemment. Supposons que le prix du pétrole soit appelé à baisser au milieu de l'année. Les résultats apparaissent au graphique 6. Sans compensation, le taux de change baisse immédiatement d'environ 9 %. Après le choc initial, il se rétablit progressivement, reflétant le redressement du prix du pétrole que nous prévoyons au début des années 1990. Si la moitié des revenus pétroliers est compensée, l'impact sur le taux de change est réduit de moitié. Il ne baisse que de 4,5 %, alors que le prix du pétrole diminue dans les mêmes proportions, et se redresse un peu plus rapidement.

Bien que le graphique ne concerne qu'un seul choc pétrolier, le même effet s'applique aux chocs successifs ainsi qu'à l'incertitude générale concernant le prix du pétrole. Le marché n'essaiera plus instantanément d'apprécier ou de déprécier la livre de façon sensible chaque fois que le marché pétrolier se renforcera ou s'affaiblira parce que l'on aura éliminé, soit partiellement comme dans la simulation, soit complètement, les effets sur les besoins de financement du secteur public et la balance des comptes courants.

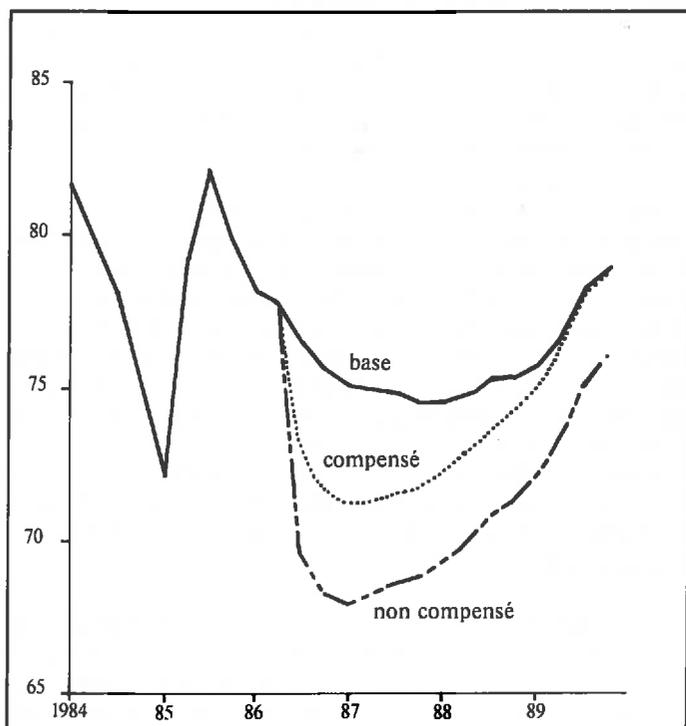
Nous avons réalisé la simulation précédente en supposant des taux d'intérêt stables. Les autorités pourraient manifestement réduire l'ampleur des fluctuations des taux de change en intervenant sur les taux d'intérêt. Cette action ne supprimerait cependant pas l'incertitude provoquée par les fluctuations du prix du pétrole ainsi que le ferait notre proposition. Elle se contenterait de transférer sur les taux d'intérêt l'incertitude qui pèse sur les taux de change, avec des effets tout aussi importants et imprévisibles sur l'économie réelle.

On peut facilement imaginer qu'un programme de ce type puisse être accusé en Grande-Bretagne d'être « une vente du patrimoine national aux étrangers », mais cette vente s'effectuerait aux prix du marché entre vendeurs et acquéreurs consentants. La position de la Grande-Bretagne ne serait pas celle du fils prodigue bradant l'argenterie familiale pour rembourser ses dettes. Il serait plus correct de la comparer à l'héritier d'un empire pétrolier texan qui utiliserait, avec le temps, sa part de l'affaire familiale pour acheter des obligations d'Etat.

GRAPHIQUE 6

Effet d'une baisse de 50 % du prix du pétrole sur la livre sterling.

1980 = 100



Source : Banque de données de la London Business School.

La stabilité des taux de change

Les perturbations causées à l'économie britannique par les fluctuations des taux de change liées au pétrole constituent un problème économique sérieux, que la livre sterling intègre ou non le SME. L'existence du « facteur pétrolier » ne représente pas un argument économique satisfaisant contre la participation au SME puisque celle-ci n'aggraverait pas le problème (et pourrait l'atténuer si des obligations sur le pétrole étaient émises). Il est aujourd'hui admis officiellement que l'instabilité des changes constitue un facteur indésirable. Quelle contribution l'adhésion au SME est susceptible d'apporter à la réalisation de la stabilité recherchée des taux de change ?

Il importe de distinguer la volatilité des changes de leurs distorsions durables. Un taux de change est volatil si sa valeur enregistre de fortes fluctuations. Il

connaît des distorsions s'il s'éloigne durablement de son niveau d'équilibre à long terme.

Volatilité

Les preuves empiriques de la volatilité mensuelle sont parfaitement claires. Nous avons examiné les résultats de sept grandes devises, classant les taux croisés en « intra SME » (c'est-à-dire entre membres du SME), « extra-SME » (entre devises n'appartenant pas au SME) et « mixtes » (entre membres du SME et les pays tiers). Le tableau 3 montre l'écart type des fluctuations mensuelles des taux croisés durant les périodes précédant et suivant l'application du SME. On constate qu'il y a eu peu de changement dans les écarts types des taux croisés extra-SME et mixtes entre les deux périodes tandis que ceux des taux croisés intra-SME se sont réduits durant la période à moins de la moitié de leurs valeurs précédentes. L'interprétation que nous donnons de ce fait est qu'il confirme notre affirmation selon laquelle le SME a réduit la volatilité des fluctuations des taux de change entre les devises des pays membres.

TABLEAU 3

Variation mensuelle des taux de change.

	Ecart type des variations mensuelles (%)	
	antérieur au SME 1 ^{er} trim. 1973- 2 ^e trim. 1979	depuis le SME 3 ^e trim. 1979- 3 ^e trim. 1986
<i>Au sein du SME</i>		
Franc/mark	1,8	0,9
Moyenne	2,1	0,8
<i>Entre le SME et les pays tiers</i>		
Mark/dollar	3,0	2,8
Moyenne	2,5	2,5
<i>Entre pays n'appartenant pas au SME</i>		
Dollar/livre	2,1	2,9
Moyenne	2,4	2,9

Source : Banque de données de la London Business School.

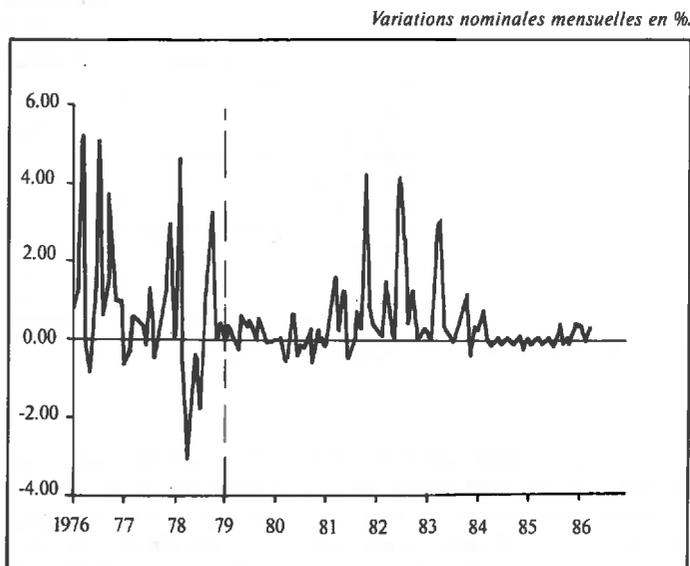
Un sujet évident de préoccupation est qu'en participant au SME, la variance du taux de change vis-à-vis des devises du SME sera réduite au prix de son accroissement envers le dollar et les autres devises n'appartenant pas au SME. Le tableau 3 montre que ce phénomène a peu de chance de se produire puisque la variance des taux de change entre les devises du SME et les autres n'a pas évolué depuis la création du SME.

Il est particulièrement instructif de considérer l'expérience française puisque ce pays est d'une taille comparable à la Grande-Bretagne et que son bilan en matière d'inflation est également identique. Le graphique 7 relève les variations mensuelles du taux croisé franc/mark. On constate que le schéma de fluctuations mensuelles d'ampleurs importantes et variables antérieures au SME a évolué vers des fluctuations nettement plus réduites avec des pointes occasionnelles lorsque les taux pivots ont été changés. Le graphique 8, qui donne les mêmes informations en niveaux trimestriels, révèle un point encore plus intéressant : avant la création du SME, le taux croisé franc/mark fluctuait dans les deux directions tandis qu'au sein du SME les variations trimestrielles ont évolué toujours dans le même sens.

Nous avons également examiné les fluctuations trimestrielles des taux de change et constaté qu'en moyenne la variance au sein du SME n'avait pas changé de façon significative alors que celle des taux de change entre les membres du SME et d'autres grands pays a, dans presque tous les cas, augmenté. Cela signifie à notre sens que le SME a été un havre de relative stabilité dans un monde de plus en plus perturbé. Cette interprétation est étayée par le graphique 9 qui souligne l'évolution capricieuse du dollar, de la livre et du yen comparée à celle des devises européennes.

GRAPHIQUE 7

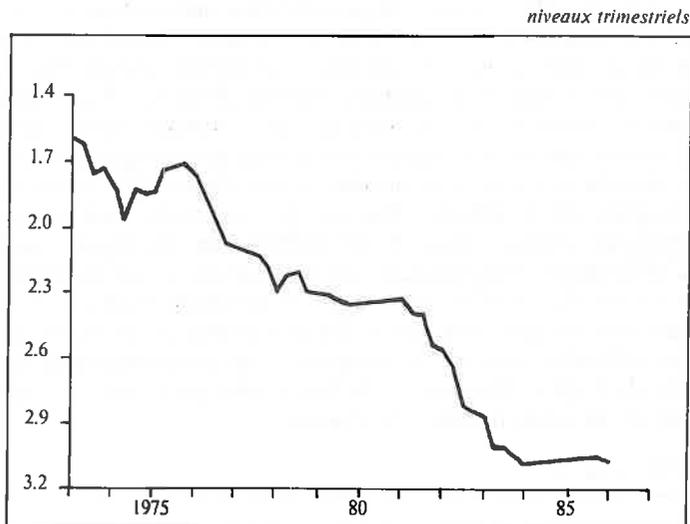
Parité franc/mark, variations nominales mensuelles en %.



Source : Banque de données de la London Business School.

GRAPHIQUE 8

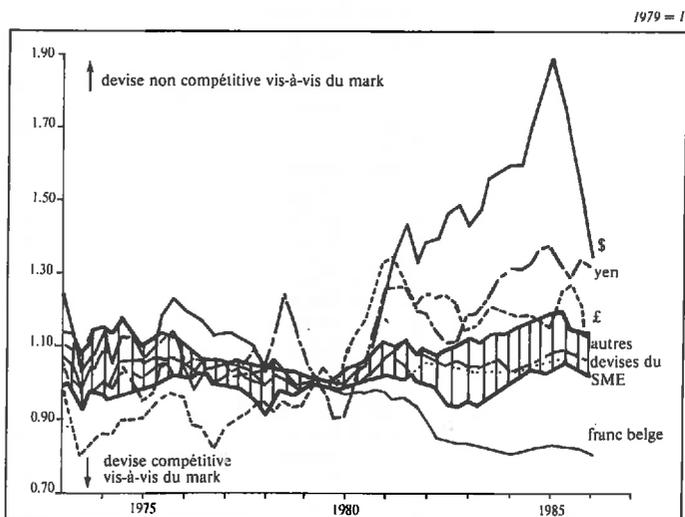
Taux croisés franc/mark, niveaux trimestriels.



Source : Banque de données de la London Business School.

GRAPHIQUE 9

Taux de change bilatéraux réels contre le mark (prix relatifs à la production/1979 = 1).



Source : Banque de données de la London Business School.

Distorsions

Les taux de change réels peuvent être stables tout en présentant des distorsions. Il est beaucoup plus difficile de prouver l'existence de distorsions parce qu'il n'existe pas de mesure du taux de change d'équilibre qui rallierait l'adhésion générale. La parité de pouvoir d'achat (PPA) des biens commercialisables calculée par le bureau des statistiques des Nations unies pourrait remplir ce rôle. L'utilisation de cette mesure n'implique pas obligatoirement que les taux de change « doivent » toujours se trouver à leur niveau PPA si les déficits ou les excédents associés de la balance des comptes courants sont compensés par des flux de capitaux stables. Mais il est difficile de distinguer quelle fin sert, en termes d'affectation internationale des ressources, un mouvement soutenu d'éloignement vis-à-vis de la PPA suivi d'un mouvement tout aussi important dans le sens contraire tel que celui que le dollar a connu ces dernières années. S'il était possible de démontrer que ces mouvements sont moins susceptibles de se produire au sein du SME qu'à l'extérieur, cela prouverait que le système agit comme un régulateur des distorsions de taux de change.

TABLEAU 4

Ecarts moyens par rapport à la parité de pouvoir d'achat.

	<i>En %</i>	
Florin		
contre Mark	3,1	1,6
» Dollar	5,7	27,2
» Livre	14,9	10,0
» Yen	17,2	10,4
Franc français		
contre Mark	7,6	12,1
» Dollar	6,7	35,0
» Livre	13,7	17,8
» Yen	17,4	9,3
Lire		
contre Mark	21,8	15,5
» Dollar	16,8	36,3
» Livre	5,3	20,1
» Yen	6,7	7,2
Franc belge		
contre Mark	7,8	25,4
» Dollar	5,4	52,3
» Livre	13,6	31,4
» Yen	15,7	18,0
Couronne danoise		
contre Mark	10,8	12,8
» Dollar	13,8	16,1
» Livre	28,2	9,3
» Yen	38,8	28,0

Source : Banque de données de la London Business School.

Afin de vérifier cette proposition, nous avons examiné l'ensemble des devises du SME et comparé leurs taux croisés vis-à-vis du mark avec les taux vis-à-vis du dollar, de la livre et du yen. Nous avons calculé le pourcentage d'écart absolu moyen du taux réel par rapport à la PPA durant les périodes antérieure et postérieure au SME. Les résultats du tableau 4 montrent nettement que depuis la création du SME les écarts par rapport à la PPA enregistrés vis-à-vis du mark par les pays membres ont été inférieurs aux écarts vis-à-vis du dollar ou de la livre.

Nous pensons que la Grande-Bretagne devrait intégrer le SME au taux pivot de 3,40 de manière surtout à renforcer la crédibilité de la politique de lutte contre l'inflation menée par le Gouvernement, après l'abandon de l'objectif £M3 à moyen terme. Nous pensons que l'adhésion au SME impliquera d'adopter des objectifs monétaires au sens étroit inférieurs. Afin d'éviter les perturbations provoquées par les fluctuations du prix du pétrole (qui seront de toute façon plus faibles maintenant que le prix a baissé), nous recommandons aux autorités britanniques d'émettre des obligations sur le pétrole et de les vendre à nos partenaires de la Communauté. Cette mesure, associée à des politiques monétaires appropriées, devrait réduire progressivement la surprime que la Grande-Bretagne aura à payer sur les taux d'intérêt pour maintenir la parité avec le mark. Comme l'adhésion au SME diminuerait également la volatilité des taux de change (autre raison expliquant la prime de risque sur les avoirs en livres sterling), elle devrait à moyen terme permettre aux autorités d'atteindre leurs objectifs sur le front de l'inflation avec des taux d'intérêt plus faibles qu'avec toute autre politique.

Le succès des Français, qui sont parvenus à réduire leur taux d'inflation à un niveau inférieur à celui des Britanniques, apporte la preuve concrète que le SME constitue une discipline meilleure que les seuls objectifs monétaires dans la lutte contre l'inflation. Bien que la Grande-Bretagne ait manifestement raté une occasion d'adhérer au SME lors du récent réalignement qui a suivi les élections françaises, il est encore temps de le faire.

